

江西省投资集团公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；

维持“06赣投债”和“16赣投债/16赣投债”的信用等级为**AAA**；

维持“13赣投MTN1”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十七日

江西省投资集团公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 江西省投资集团公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 存续债券

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项信 用等级	本次债项信 用等级
06 赣投债	8	2006.09.11-2021.09.11	AAA	AAA
13 赣投 MTN1	9	2013.05.28-2023.05.28	AAA	AAA
16 赣投债/16 赣投债	10	2016.01.11-2026.01.11	AAA	AAA

注：“06 赣投债”由交通银行股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

概况数据

江西投资(合并口径)	2014	2015	2016	2017.3
总资产(亿元)	282.89	301.68	329.95	339.99
所有者权益合计(亿元)	86.25	92.67	117.69	118.63
总负债(亿元)	196.63	209.01	212.26	221.36
总债务(亿元)	164.44	179.66	182.14	184.14
营业总收入(亿元)	73.08	66.97	66.02	17.60
净利润(亿元)	2.37	3.98	4.26	0.98
EBIT(亿元)	13.40	15.06	13.76	2.87
EBITDA(亿元)	18.98	21.10	20.86	-
经营活动净现金流(亿元)	15.67	18.93	13.67	5.97
营业毛利率(%)	22.78	26.38	23.56	19.08
总资产收益率(%)	4.74	5.15	4.17	-
资产负债率(%)	69.51	69.28	64.33	65.11
总资本化比率(%)	65.59	65.97	60.75	60.82
总债务/EBITDA(X)	8.67	8.51	8.73	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.92	2.21	2.47	-

交通银行	2013	2014	2015	2016.09
资产总额(亿元)	59,609.37	62,682.99	71,553.62	80,918.10
净利润(亿元)	624.61	660.35	668.31	529.17
不良贷款率(%)	1.05	1.25	1.51	1.53
资本充足率(%)	12.08	14.04	13.49	14.17

注：1、公司 2014~2016 年财务报告均按照新会计准则编制；2017 年一季度财务报表未经审计；将 2014~2015 年末财务报表中其他流动负债的有息部分纳入短期债务核算。

分析师

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn
 项目组成员：王少强 shqwang@ccxi.com.cn
 电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100
 2017 年 6 月 27 日

基本观点

中诚信国际维持江西省投资集团公司(以下简称“江西投资”或“公司”)主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“06 赣投债”、“13 赣投 MTN1”和“16 赣投债/16 赣投债”的债项信用等级为 AAA。

2016 年江西省经济保持了较快的发展态势，公司作为江西省政府的主要投资主体，承担着江西省内电力、路桥及燃气管网的投资及建设职能，得到了省政府在相关政策方面的大力支持。同时，公司收入总体稳定，通行费收入增长较快，资产负债率有所下降，偿债能力有所增强。但中诚信国际也关注到公司未来几年资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平产生的影响，并且将对丰电三期项目的后续进展保持持续关注。此外，中诚信国际考虑了交通银行股份有限公司对“06 赣投债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“06 赣投债”还本付息的保障作用。

优 势

- 较好的外部环境为公司业务发展带来良好外部环境。2016 年江西省经济保持了较快的发展态势，全年国内生产总值达到 18,364.4 亿元，同比增长 9.0%；财政总收入 3,143.0 亿元，同比增长 4.0%。经济的快速增长为公司电力、天然气、高速公路等业务未来发展带来机遇。
- 作为省属三大国有资本投资运营平台之一，公司地位突出。江西省国有资产监管持续优化，国企改革成效显著，“十三五”期间江西省将加大省内天然气管网建设力度，做精省内电力、天然气、页岩气、新能源等板块。公司作为江西省重点打造的三大国有资本投资运营平台之一，具有突出的重要地位。
- 主业稳定且后势可期。交通板块架构清晰，资溪高速于 2017 年 1 月建成通车，通行费收入有望持续增长；天然气板块继续保持在省内的垄断地位。
- 自有资本实力持续夯实，偿债能力增强。2016 年 2 月，控股子公司赣能股份完成非公开定增募集资金 21.58 亿元，进一步壮大了公司的资本实力，增强了其偿债能力。此外，截至 2017 年 3 月末，各金融机构给予公司的授信总额度为 302.12 亿元，尚未使用额度为 141.43 亿元，为公司提供了很好的流动性支持。

关 注

- 未来资本支出规模较大。未来公司在天然气和交通板块的投资规模较大，存在一定的资本支出压力。
- 丰电三期项目发生特别重大安全事故。2016 年 11 月 24 日早间，丰电三期在施工过程中发生施工平台倒塌特别重大事故，但对公司当前的生产经营无重大影响，截至 2017 年 3 月末，丰电三期尚未复工。中诚信国际将对丰电三期事项的后续进展保持持续关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债务融资工具存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

募投项目进展情况

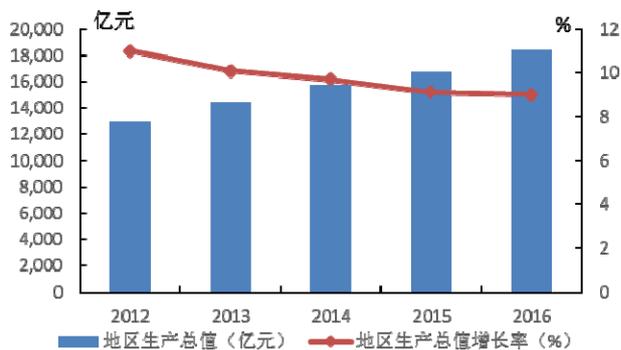
根据公司提供的资料，“06 赣投债”募集资金总额为人民币 8 亿元，用于丰电二期工程和康大高速工程项目建设，丰电二期工程和康大高速工程分别于 2009 年和 2013 年完成了竣工决算审计，截至 2017 年 3 月末，募集资金已按原定用途全部使用完毕；“13 赣投 MTN1”募集资金总额为人民币 9 亿元，其中 6 亿元用于偿还银行贷款，3 亿元用于九江长江公路大桥项目，九江长江公路大桥已于 2013 年末通车，截至 2017 年 3 月末，募集资金已按原定用途全部使用完毕；“16 赣投债/16 赣投债”募集资金总额为人民币 10 亿元，其中 7 亿元用于资溪花山界（赣闽界）至里木高速公路项目建设，3 亿元用于补充营运资金，资溪花山界（赣闽界）至里木高速公路已于 2017 年 1 月 4 日通车运行，募集资金已按原定用途全部使用完毕。

基本分析

江西省经济、财政实力的增强和城镇化水平的稳步提升为公司发展提供了良好的外部环境

2016 年，江西省实现地区生产总值（GDP）18,364.4 亿元，同比增长 9.0%，增幅有所收窄，但仍保持较快增长速度。其中，第一产业增加值 1,904.5 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 9,032.1 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 7,427.8 亿元，增长 11.0%，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 4.8%、47.4% 和 47.8%。三次产业结构调整为 10.6: 50.3: 39.1。

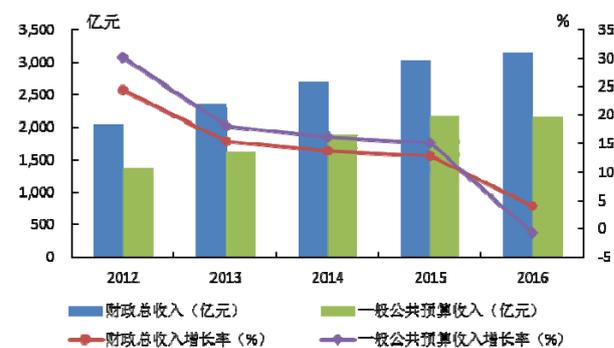
图 1：2012~2016 年江西省 GDP 和增速情况



资料来源：江西省统计公报

随着经济的快速发展，江西省财政收入稳步增长。2016 年，江西省财政总收入 3,143.0 亿元，同比增长 4.0%；一般公共预算收入 2,151.4 亿元，同比下降 0.7%；一般公共预算支出 4,619.5 亿元，同比增长 4.7%。江西省县域财力进一步增强，县级财政总收入 2,534.3 亿元，增长 5.1%，高于全省财政收入增幅 1.1 个百分点，其中，超 20 亿元的县（市、区）38 个，比上年增加 2 个，财政总收入最高的南昌县达 104.4 亿元。江西省经济的稳步发展和财政实力的持续增强为省内的电力、天然气及高速公路等行业的发展提供了良好的外部环境。

图 2：2012~2016 年江西省财政收入和增速情况



资料来源：江西省统计公报

不断发展的经济实力和良好的财政状况为江西省基础设施建设提供了良好的条件和基础。2016 年，江西省完成全社会固定资产投资 19,694.2 亿元，同比增长 13.3%。2016 年全省交通基础设施建设完成投资 612 亿元，其中：高速公路项目完成投资 367 亿元，普通国省道完成投资 142 亿元，农村公路完成投资 88 亿元，运输场站完成投资 4 亿元，水运建设完成投资 11 亿元；建成高速公路 820 公里，打通 28 个出省通道；完成普通国省道升级改造 662

公里；新建和改造农村公路超 1.2 万公里。未来江西省经济的不断发展和财政实力的不断增强，将会进一步推进电力、公路、水利和天然气等基础设施项目建设。

根据江西省“十三五”发展规划，“十三五”期间，江西省户籍人口城镇化率将达 40%，常住人口城镇化率达 60%，新增落户城镇人口 350 万，快速的城镇化进程将带来庞大的基础设施建设需求。另外，江西省将建成昌吉赣客专、武九客专等重点铁路工程，建设鹰潭、抚州、瑞金机场以及一批高速公路。到 2020 年，全省铁路运营里程将超过 5,000 公里，高速通车里程突破 6,000 公里。基础设施的改善将持续推动江西省经济和社会全面发展，并为公司的发展创造良好的外部环境。

受用电需求下降，火电上网电价下调以及国内电煤价格上涨影响，公司电力板块经营压力有所增加；丰电三期发生特别重大事故，但对公司当前生产经营无重大影响，中诚信国际将持续关注项目后续建设进展

公司在电力领域业务主要通过控股公司江西赣能股份有限公司（以下简称“赣能股份”，股票代码 000899.SZ）运营。2016 年公司售电收入 22.50 亿元，同比下降 13.91%，主要系市场电力需求低迷、发电量同比减少以及国家下调火电上网电价所致。

截至 2017 年 3 月末，公司累计拥有发电机组总装机容量 156.4 万千瓦，其中火电机组装机容量 140 万千瓦，水电机组装机容量 16.4 万千瓦；公司较 2015 年末无新增装机容量。

表 1：截至 2017 年 3 月末公司主要电力资产分布

	投资企业	直接持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)
火电	江西赣能股份有限公司丰城二期发电厂	38.73	140
	江西赣能股份有限公司抱石水电厂	38.73	4
水电	江西赣能股份有限公司居龙潭水电厂	38.73	6
	江西东津发电有限责任公司	97.68	6.4

资料来源：公司提供

火电方面，丰城二期发电厂（以下简称“丰电

二期”）是赣能股份主要运营的火电机组。丰电二期为 2 台 70 万千瓦的燃煤发电机组，该机组是江西首批超临界燃煤发电机组，年发电量可达 70 亿千瓦时。受电力需求下降影响，2016 年公司火电发电量为 61.12 亿千瓦时，较上年下降 9.38%，上网电量也同比减少。

表 2：2015~2017 年 3 月公司火电运营指标

指标	2015	2016	2017.1~3
装机容量 (万千瓦)	140	140	140
发电量 (亿千瓦时)	67.45	61.12	19.59
上网电量 (亿千瓦时)	64.37	58.32	18.72
平均上网电价 (元/千瓦时，含税)	0.4396	0.4002	0.3995
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	307.05	307.03	304.78

资料来源：公司提供

火电电价方面，2016 年 1 月 1 日，根据《江西省发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（赣发改商价[2016]85 号），燃煤发电上网电价降低 0.0403 元/千瓦时，调整为 0.3993 元/千瓦时。受上述政策影响，2016 年公司平均上网电价为 0.4002 元/千瓦时，较上年下降 8.96%。公司所属电厂和江西省电力公司签订购售电合同，购电价格执行发改委批复的电价，外送及转移电量电价和电网公司协商定价。

电煤采购方面，公司电煤采购主要分省内计划、省外计划和市场采购，省外计划采购对象主要为陕西片区，省内计划采购对象主要是省煤炭运销公司。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别采购原煤 246.11 万吨和 72.86 万吨，采购折合标煤单价（不含税）为 642.36 元/吨和 763.69 元/吨，受国内煤炭价格上涨影响，2016 年公司煤炭采购价格较去年上升 15.05%。

此外，赣能股份于 2008 年 8 月开始筹建江西丰城三期发电有限公司（以下简称“丰电三期”），由赣能股份与公司本部共同投资组建，其中赣能股份持股比例为 55%，为理顺丰电三期建设主体，公司本部已于 2015 年 7 月将 45% 股权转让给赣能股份。丰电三期项目拟建设 2×100 万千瓦超临界燃煤机组，项目总投资约 70.75 亿元人民币。2015 年 9 月丰电三期破土动工，计划 2017 年 11 月 28 日 7 号

机组完成 168 小时满负荷运行移交生产，2018 年 2 月 28 日 8 号机组完成 168 小时满负荷运行移交生产。2016 年 11 月 24 日早间，丰电三期在施工过程中发生施工平台倒塌特别重大事故。丰电三期项目总承包方承包给具有资质的工程公司在对丰电三期 7 号机组冷却塔施工过程中，施工方搭建的施工平台发生倒塌，造成施工人员 74 人死亡，2 人受伤，公安机关已对江西丰城发电厂坍塌事故 10 名职务犯罪嫌疑人立案侦查。由于该项目属于在建项目，事故不会对公司当期生产经营及业绩造成重大负面影响。截至 2017 年 3 月末，丰电三期已完成投资 16.99 亿元，受事故影响，目前尚未复工，调查组尚未出具事故调查报告，中诚信国际将继续关注丰电三期项目的进展。

水电方面，公司主要拥有三座水电站，分别是抱子石水电站、居龙潭水利枢纽工程和江西东津发电有限责任公司东津发电厂，总装机容量为 16.4 万千瓦时，公司与江西省电力公司签订购电合同，每月双方抄表、确定上网电量，按月结算。2016 年公司水电上网电量为 5.89 亿千瓦时，同比增长 23.74%，主要原因是受本年降水增多影响，居龙潭水电站超额发电。水电电价方面，截至 2017 年 3 月末，抱子石和居龙潭水电站电价为 0.42 元/千瓦时，东津电厂电价为 0.53 元/千瓦时，3 座水电站电价较上年均保持不变。

总体来看，2016 年市场电力需求下降，火电上网电价下调，电煤价格上涨，公司电力板块经营压力有所增大；丰电三期发生特别重大事故，但对公司当期生产经营无重大影响，中诚信国际将继续关注丰电三期项目的进展。

天然气板块收入保持稳定，管网建设未来投资规模仍然较大，存在一定的资本支出压力

公司天然气相关业务主要由下属全资子公司江西省天然气（赣投气通）控股有限公司（以下简称“赣投气通”）控股的江西省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”，中石化持有其 46% 股权）和江西省投资燃气有限公司（以下简称“投资燃气公司”，主要负责燃气终端的安装、施工及维修，中石化持有其 46% 股权）负责运营。赣投气通成立于

2011 年 10 月，成立目的是为壮大江西省天然气产业，整合江西投资的天然气产业资产，助推天然气板块资产未来上市工作。2016 年公司天然气板块实现收入 23.49 亿元，净利润 0.24 亿元，收入保持稳定。

天然气公司主要负责天然气管网一期工程的投资及建设运营。截至 2017 年 3 月末，江西省天然气管网一期完成投资 26.68 亿元，投产管道 1,002 公里，同时，南昌、赣州等 10 个设区市，高安、丰城等多个省网沿线城市，九江出口加工区等多个工业园区已实现和省网对接通气。

公司和中石油各出资 50% 组建了江西省天然气投资有限公司（以下简称“天然气投资有限公司”）。天然气投资有限公司主要负责天然气管网二期工程的投资及建设运营，二期工程主要承接西气东输二线入赣天然气，总投资 35 亿元。截至 2017 年 3 月末，天然气管网二期工程累计完成投资 12.02 亿元，投产管道 171 公里，较 2016 年 3 月末增加 55 公里。

表 3：2015-2017 年 3 月公司天然气运营指标

指标	2015	2016	2017.1~3
采购价（常规气，元/立方米）	2.27	1.91	2.02
销售价（常规气，元/立方米）	2.28	1.92	2.03
管道运输费（非居民，元/立方米）	0.35	0.35	0.35
管道运输费（居民，元/立方米）	0.42	0.42	0.35
采购数量（亿立方米）	9.19	10.27	2.55
销售数量（亿立方米）	9.17	10.25	2.53

资料来源：公司提供

2016 年，公司实现天然气销量 10.25 亿立方米，同比增长 11.78%，主要系部分地市级管网陆续建成投产、天然气用户增加所致。根据《江西省发展改革委关于降低非居民用天然气价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（赣发改商价〔2015〕1412 号），2016 年公司天然气采购价和销售价均较上年下降 0.36 元/立方米，管道运输费保持不变，公司天然气业务盈利能力保持稳定。2016 年公司天然气采购价 1.91 元/立方米，销售价 1.92 元/立方米，管道运输费（非居民）0.35 元/立方米，管道运输费（居民）0.42 元/立方米。根据赣发改商价〔2016〕1266 号文，2016 年 11 月 15 日起江西省内天然气管输费

不分类别，统一按每立方米 0.35 元执行，管输费略有降低。

未来，公司作为江西省天然气主干管网的投资及建设主体，将继续推进省天然气管网工程建设，构筑覆盖全省、南北贯通、东西互连的清洁能源网。

“三路两桥”架构成型，随着相关路产的贯通，公司通行费收入持续增长

公司已形成“三路两桥”的交通板块架构。“三路”分别是一条国家级高速公路瑞寻高速公路、一条地方加密线康大高速和资溪花山界（赣闽界）至里木高速公路（以下简称“资溪高速”）；“两桥”分别是九江长江公路大桥（即九江长江二桥）和九江长江一桥。公司高速公路运营里程合计 237.11 公里，均为经营性高速公路。2016 年公司实现通行费收入 9.68 亿元，较上年增长 25.23%，公司高速公路车流量增加除了车流量自然增长外，主要原因是 2015 年底瑞寻高速连接广东段通车，济广高速实现全线贯通，瑞寻高速车流量大幅增长所致。

瑞寻高速由公司控股的江西省瑞寻高速公路有限责任公司运营，总投资 60.49 亿元，全长 123.96 公里，于 2011 年底建成通车。受益于济广高速实现全线贯通，2016 年瑞寻高速通行量 328.77 万车次，实现通行费收入 2.32 亿元，较上年增长 64.54%；2017 年 1~3 月，瑞寻高速通行量 101.73 万车次，实现通行费收入 0.58 亿元。

康大高速由赣州康大高速公路有限责任公司运营，总投资 18.49 亿元，2007 年底建成通车，路线全长 56.65 公里。近年来康大高速车流量逐年上升，收入规模也逐年增加，2016 年康大高速通行量 491.29 万车次，实现通行费收入 2.54 亿元，较上年增长 8.55%。

资溪高速于 2017 年 1 月建成通车。资溪高速由公司与资溪县投资发展有限责任公司共同投资建设，公司出资比例为 60%，资溪高速总投资 27.01 亿元，全长 38.75 公里。2017 年 1~3 月资溪高速实现通行费收入 0.06 亿元，资溪高速的建成通车有助于进一步提升公司的通行费收入。

九江长江公路大桥由公司下属控股子公司

江西九江长江公路大桥有限公司（以下简称“九江公路大桥公司”）负责投资建设，于 2013 年 10 月底建成通车，是江西省北大门的第二个入省高速通道。九江长江公路大桥是福州至银川高速公路的重要组成部分，全长 25 公里，其中江西段长 17 公里。2016 年九江长江公路大桥江西段实现通行费收入 4.72 亿元，较上年增长 18.89%。

九江长江一桥于 2014 年从事业单位管理资产转变为公司管理资产，于 2015 年开始封桥加固改造，预计 2018 年通车。

总体看来，公司“三路两桥”架构成型，随着相关路产的贯通，预计公司通行费收入将持续增长。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年、2015 年财务报告，经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年财务报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。截至 2017 年 3 月末公司纳入合并范围一级子公司共 18 家，较 2015 年末有一家企业不再纳入合并范围，为华赣股份有限公司。

盈利能力

2016 年公司实现营业总收入 66.02 亿元，较上年略有下降。分业务板块来看，电力和天然气供应是公司最主要的收入来源，收入水平也较为稳定，2016 年收入分别为 22.50 亿元和 23.49 亿元，电力板块受电力需求下降和电价下调影响收入略有下降；车辆通行费板块受益于济广高速全线贯通收入增长较快，2016 年收入 9.68 亿元，较上年增长 25.23%；此外，公司开展石油和煤炭贸易业务，对公司收入规模形成有益补充。

毛利率方面，2016 年公司整体毛利率下降至 23.56%，同比下降 2.83 个百分点。2016 年电力板块受煤炭价格上涨和上网电价下调影响毛利率有所下滑，由 2015 年的 36.82% 下降至 28.13%；天然气板块和高速公路板块毛利率基本保持稳定。

表 4：2014~2017 年 3 月公司营业收入构成（单位：亿元，%）

	2014		2015		2016		2017.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力销售	27.14	28.58	26.13	36.82	22.50	28.13	6.81	15.57
天然气销售	20.37	8.71	22.91	7.86	23.49	9.41	5.97	8.21
车辆通行费收入	6.99	55.54	7.73	55.24	9.68	56.4	2.55	60.39
销油收入	7.10	5.24	5.99	9.05	6.00	9.17	1.37	8.03
房产收入	7.19	20.74	1.18	22.88	1.72	34.88	0.10	30.00
原煤收入	1.91	4.33	1.20	-1.67	2.09	4.78	0.65	3.08
其他	2.38	54.35	1.83	64.75	0.54	57.41	0.15	73.33
合计	73.08	22.78	66.97	26.38	66.02	23.56	17.60	19.08

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 10.75 亿元，三费收入占比为 16.29%。其中财务费用 7.10 亿元，较上年下降 1.45 亿元，主要原因是 2016 年公司融资成本下降。公司依靠对外融资来支撑投资建设，较大的有息债务规模致使财务费用在期间费用中占比较高。

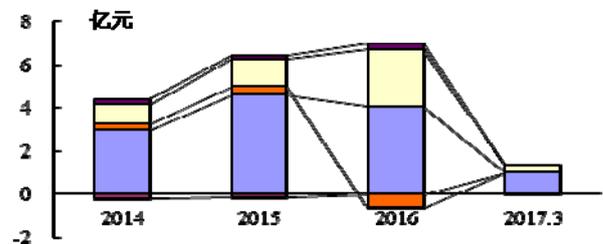
表 5：2014~2017 年 3 月公司期间费用情况

单位：亿元	2014	2015	2016	2017.1~3
销售费用	0.42	0.55	0.51	0.11
管理费用	3.14	3.23	3.15	0.58
财务费用	8.85	8.55	7.10	1.57
三费合计	12.41	12.33	10.75	2.27
营业总收入	73.08	66.97	66.02	17.60
三费收入占比	16.98%	18.41%	16.29%	12.89%

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2016 年公司实现利润总额 6.35 亿元，较上年基本持平，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，经营性业务利润为 4.06 亿元，较上年略有下降；投资收益 2.65 亿元，较上年增长 1.40 亿元，增长主要原因是公司出售持有的中葡股份股票取得投资收益 0.95 亿元。公司营业外损益和公允价值变动损益在利润总额中占比很小。

图 3：2014~2017 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体看，公司收入基本保持稳定，2016 年受电力需求下降和电价下调影响电力销售收入有所下滑，但天然气收入保持稳定，车辆通行费收入稳步增长，预计未来将进一步增长。同时，中诚信国际也关注到公司投资收益部分来源于处置股票，未来可能出现波动。

偿债能力

随着投资规模不断加大，公司资产和负债不断增加。截至 2017 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 339.99 亿元和 221.36 亿元，资产负债率和总资本化比率小幅下降至 65.11% 和 60.82%；公司所有者权益为 118.63 亿元，较 2015 年末增长 25.96 亿元。公司所有者权益增长主要原因是 2016 年 2 月，控股子公司赣能股份完成非公开发行股票募集资金 21.58 亿元，受此影响，赣能股份增加注册资本 3.29 亿元，增加资本公积 18.22 亿元。

2016 年以及 2017 年 1~3 月，公司经营活动净

现金流分别为 13.67 亿元和 5.97 亿元，公司各业务板块具有较强的经营性现金流产生能力，公司整体经营活动现金流情况良好。公司在天然气管网、路桥建设方面投入较大，投资活动现金流出规模维持在较高水平，2016 年及 2017 年 1~3 月，公司投资活动净现金流分别为-14.55 亿元和-3.49 亿元。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流分别为 10.46 亿元和 0.09 亿元，2016 年公司吸收投资和发行债券收到的现金较多，导致当年筹资活动净现金流为正。

有息债务方面，2016 年末公司总债务为 182.14 亿元，较上年略有增加，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.20 倍，长期债务占比同 2015 年比有所上升。公司以长期债务为主的债务结构有利于分散偿债压力，使融资期限与项目回收期更好的匹配，更加符合公司项目投资回收期较长的特征。

从债务到期情况看，2017 年 4~12 月公司需偿还债务为 27.47 亿元，2018 年和 2019 年需偿还债务相对较小，多数债务在 2020 年及以后偿还。

表 6：截至 2016 年末公司债务到期情况（亿元）

到期年份	2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年	2020 年 及以后
到期金额	27.47	6.08	9.14	141.45

资料来源：公司提供

偿债指标方面，受公司长期债务以及总债务规模不断扩大影响，公司的偿债压力依然较大。2016 年，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.08 倍和 1.62 倍，经营活动净现金流对利息支出的覆盖倍数较 2015 年有所下降。同期，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 8.73 倍和 2.47 倍，EBITDA 对利

息支出的覆盖能力略有提高。

表 7：2014~2017 年 3 月公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.3
总债务(亿元)	164.44	179.66	182.14	184.14
短期债务(亿元)	40.12	50.44	30.04	30.70
长期债务(亿元)	124.32	129.22	152.10	153.44
EBITDA(亿元)	18.98	21.10	20.86	2.87
经营活动净现金流(亿元)	15.67	18.93	13.67	5.97
总债务/EBITDA(X)	8.67	8.51	8.73	-
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.42	0.69	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.92	2.22	2.47	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.11	0.08	-
经营活动净现金流利息保障倍数(X)	1.59	1.99	1.62	3.17
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.38	0.46	-
资产负债率(%)	69.51	69.28	64.33	65.11
总资本化比率(%)	65.59	65.97	60.75	60.82
长短期债务比(X)	0.32	0.39	0.20	0.20

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

此外，公司和银行等金融机构保持了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末，各金融机构给予公司的授信总额度为 302.12 亿元，尚未使用额度为 141.43 亿元，为公司提供了很好的流动性支持。

或有负债方面，截至 2016 年末公司对外担保金额 0.65 亿元，担保对象为江西九江三期发电有限责任公司，担保金额很小。

未决诉讼方面，截至 2016 年末，公司共有未决诉讼三项且均为债权人，涉诉金额相对于公司净资产规模很小，因此上述事项对公司偿债能力造成的影响相对可控。

表 8：截至 2016 年末公司未决诉讼情况

诉讼对象	诉讼标的	目前进展
江西纸业集团有限公司	江西纸业集团有限公司借款本金100万元及资金占用期间的法定利息	已申请强制执行，未能发现其有效资产可执行，已申领了债权凭证，本年度仍然暂缓执行
景德镇瓷厂	景德镇瓷厂借款 130 万元，逾期贷款利息 257.12 万元	于 2006 年 2 月申请法院强制执行，目前尚未执结
修水县水电建筑安装公司	借款 90 万元及利息 460 余万元	已达成执行和解，由该公司先行给付全部诉讼费用（已到位），借款本金自 2010 年每年还一万元，2010 至 2016 年每年均收到还款一万元。

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2016 年末，公司以土地使用权、公司持有赣能股份部分股权、应收票据、高

速公路收费权以及电费收费权等多项资产进行抵押或质押，向多家银行获得银行借款 103.15 亿元。公

公司的收费权没有评估入账，导致受限资产规模很小，但抵质押借款金额很大，受限资产规模仅为 9.72 亿元。

担保实力

交通银行股份有限公司（以下简称“交行”）始建于 1908 年，经国务院和中国人民银行批准于 1987 年重新组建成立，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行。2004 年，在中央政府的主导和推动下，交行进行了包括增资扩股、剥离不良资产、引入境外战略投资者香港上海汇丰银行有限公司（以下称“汇丰银行”）等内容的全面财务重组，并分别于 2005 年 6 月和 2007 年 5 月在香港联交所和上海证交所挂牌上市。交行于 2010 年完成了 A+H 股配股，于 2012 年非公开发行 A 股及 H 股，并分别于 2015 年 7 月和 2016 年 9 月发行 24.5 亿美元境外优先股和 450 亿元境内优先股，为业务持续发展提供了资本保障。截至 2016 年 9 月末，交行注册资本为 742.63 亿元，财政部和社保基金理事会代表的国家股东合计持有该行 41.00% 的股份。

交行是中国第五大商业银行，截至 2015 年末，交行机构总数 3,197 家，其中境内机构 3,141 家，境外机构 56 家。该行共有员工 91,468 人，其中境内员工 89,269 人，境外行当地员工 2,199 人。截至 2015 年末，交行总资产、客户存款和贷款总额分别达到 7.16 万亿元、4.48 万亿元和 3.72 万亿元，全年实现净利润 668.31 亿元。截至 2016 年 9 月末，交行总资产、客户存款和贷款总额分别达到 8.09 万亿元、4.73 万亿元和 4.02 万亿元，前三季度实现净利润 529.17 亿元。

作为五家国有大型商业银行之一，交行在国内金融体系中具有非常重要的地位和影响力。考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及交行在国家金融体系中的系统性重要地位，中诚信国际评定交行主体信用等级为 **AAA**，认为交行综合财务实力极强，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

过往债务履约情况

公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款及债券市场融资。根据公司提供的于 2017 年 5 月 10 日出具的银行征信报告，2014 年至今公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

2016 年江西省经济保持了较快的发展态势，公司作为江西省政府的主要投资主体，承担着江西省内电力、路桥及燃气管网的投资及建设职能，得到了省政府在相关政策方面的大力支持。同时，公司收入总体稳定，通行费收入增长较快，2016 年末公司净资产规模有所提高、资产负债率有所下降，尚未使用的银行授信额度较多，偿债能力有所增强。但中诚信国际也关注到公司未来几年资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平产生的影响。并且，中诚信国际将对丰电三期项目的后续进展保持持续关注。

此外，中诚信国际也肯定了交通银行股份有限公司对“06 赣投债”提供的全额无条件不可撤销连带责任担保对“06 赣投债”还本付息的保障作用。

结论

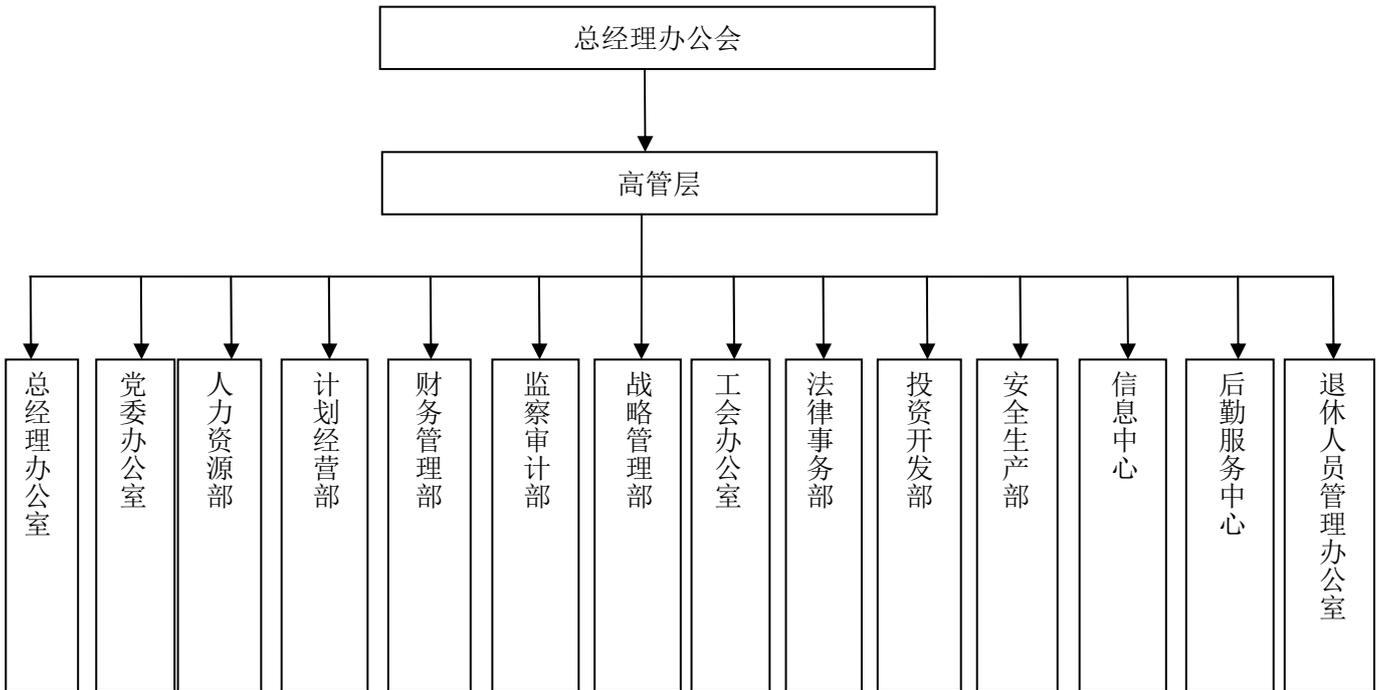
综上，中诚信国际维持江西省投资集团公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“06 赣投债”、“13 赣投 MTN1”和“16 赣投债/16 赣投债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：江西省投资集团公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江西省投资集团公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：江西省投资集团公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	199,974.14	247,494.49	347,500.47	373,206.57
交易性金融资产	15,629.39	17,075.31	0.00	0.00
应收账款净额	51,683.74	41,673.28	62,040.27	48,481.11
其他应收款	15,234.34	9,394.29	6,907.06	78,076.40
存货净额	186,173.66	174,068.35	188,420.06	182,611.11
可供出售金融资产	45,429.80	135,366.80	163,850.99	163,500.99
长期股权投资	136,096.85	129,680.82	137,765.10	142,618.26
固定资产	1,775,600.32	1,810,697.63	1,753,554.49	1,735,694.09
在建工程	146,578.40	178,670.50	288,130.55	308,878.12
无形资产	20,740.57	20,617.71	25,415.53	27,375.00
总资产	2,828,871.96	3,016,797.69	3,299,455.28	3,399,893.92
其他应付款	58,697.37	85,893.24	91,037.46	167,160.79
短期债务	401,171.48	504,445.82	300,418.21	307,009.73
长期债务	1,243,223.82	1,292,183.67	1,520,975.06	1,534,390.45
总债务	1,644,395.30	1,796,629.49	1,821,393.27	1,841,400.19
净债务	1,444,421.16	1,549,135.00	1,473,892.79	1,468,193.61
总负债	1,966,349.76	2,090,133.46	2,122,589.71	2,213,596.61
财务性利息支出	92,532.64	88,352.50	74,188.44	15,710.25
资本化利息支出	6,138.80	6,908.24	10,408.51	3,101.71
实收资本	313,493.73	315,493.73	316,454.07	316,454.07
少数股东权益	333,859.31	364,742.43	549,007.72	555,875.53
所有者权益合计	862,522.20	926,664.23	1,176,865.57	1,186,297.31
营业总收入	730,846.56	669,695.68	660,190.82	176,023.04
三费前利润	153,774.48	169,247.36	148,133.35	32,504.22
营业利润	39,009.71	60,655.95	60,749.37	12,891.61
投资收益	8,910.45	12,542.97	26,539.77	3,083.51
营业外收入	5,334.18	4,301.28	6,621.37	175.95
净利润	23,669.85	39,824.38	42,639.64	9,797.03
EBIT	134,001.85	150,599.28	137,644.88	28,710.11
EBITDA	189,751.93	210,999.87	208,563.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金	741,955.59	742,311.44	686,703.17	188,575.91
收到其他与经营活动有关的现金	43,740.69	43,715.29	56,592.12	80,953.23
购买商品、接受劳务支付的现金	489,694.10	458,772.18	449,208.05	117,673.53
支付其他与经营活动有关的现金	43,989.78	27,722.81	54,218.58	73,958.52
吸收投资收到的现金	15,939.60	2,345.00	219,322.63	0.00
资本支出	126,628.62	184,363.50	168,717.89	35,956.67
经营活动产生现金净流量	156,674.25	189,349.79	136,738.24	59,725.37
投资活动产生现金净流量	-153,101.06	-208,910.27	-145,485.63	-34,923.53
筹资活动产生现金净流量	-45,496.63	67,331.48	104,639.38	904.26
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率(%)	22.78	26.38	23.56	19.08
三费收入比(%)	16.98	18.41	16.29	12.89
总资产收益率(%)	4.74	5.15	4.17	-
流动比率(X)	0.71	0.66	1.09	1.15
速动比率(X)	0.45	0.44	0.77	0.88
资产负债率(%)	69.51	69.28	64.33	65.11
总资本化比率(%)	65.59	65.97	60.75	60.82
长短期债务比(X)	0.32	0.39	0.20	0.20
经营活动净现金/总债务(X)	0.10	0.11	0.08	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.39	0.38	0.46	-
经营活动净现金/利息支出(X)	1.59	1.99	1.62	3.17
总债务/EBITDA(X)	8.67	8.51	8.73	-
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.42	0.69	-
货币资金/短期债务(X)	0.50	0.49	1.16	1.22
EBITDA 利息倍数(X)	1.92	2.21	2.47	-

注：1、公司各年度财务报告根据新会计准则编制；2017年一季度财务报表未经审计；将2014~2015年末财务报表中其他流动负债的有息部分纳入短期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

存货周转率 = 营业成本合计 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

附五：交通银行股份有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2013	2014	2015	2016.09
现金及对中央银行的债权	896,556	938,055	920,228	957,192
对同业债权	566,429	525,033	611,191	70,4370
证券投资	1,070,677	1,180,320	1,661,100	2,147,297
贷款总额	3,266,368	3,431,735	3,722,006	4,023,430
减：贷款损失准备	(73,305)	(76,948)	(87,438)	(92,254)
贷款净额	3,193,063	3,354,787	3,634,568	3,931,176
关注贷款	59,047	91,903	118,103	--
不良贷款（五级分类）	34,310	43,017	56,206	61,374
总资产	5,960,937	6,268,299	7,155,362	8,091,810
风险加权资产	4,274,068	4,164,477	4,653,723	--
存款总额	4,157,833	4,029,668	4,484,814	4,728,274
向中央银行借款	5,871	83,669	135,320	386,158
对同业负债	1,120,692	1,324,606	1,505,919	1,679,280
借款及应付债券	82,238	129,547	170,106	188,713
总负债	5,539,453	5,794,694	6,617,270	7,472,932
所有者权益	421,484	473,605	538,092	618,878
净利息收入	130,658	134,776	144,172	100,764
手续费及佣金净收入	25,968	29,604	35,027	28,898
汇兑净损益	546	4,480	4,376	789
公允价值变动损益	(1,965)	4,063	(32)	(473)
投资净收益	1,006	(1,927)	81	2,428
其他净收入	850	1,579	2,992	4,466
非利息净收入	26,405	37,799	42,444	36,108
净营业收入合计	157,063	172,575	186,616	136,872
业务及管理费用（含折旧）	(46,440)	(53,045)	(58,011)	(43,541)
拨备前利润	97,926	104,281	112,872	87,859
贷款损失准备支出	(18,410)	(20,439)	(27,160)	(21,005)
税前利润	79,909	84,927	86,012	67,421
净利润	62,461	66,035	66,831	52,917

附六：交通银行股份有限公司主要财务指标（合并口径）

	2013	2014	2015	2016.09
增长率（%）				
贷款总额	10.83	5.06	8.46	--
不良贷款	27.10	25.38	30.66	--
贷款损失准备	8.33	4.97	13.63	--
总资产	13.04	5.16	14.15	--
所有者权益	10.50	12.37	13.62	--
存款总额	11.52	(3.08)	11.29	--
净利息收入	8.77	3.15	6.97	--
拨备前利润	10.13	6.49	8.24	--
净利润	6.82	5.72	1.21	--
盈利能力（%）				
净息差	2.38	2.27	2.22	--
拨备前利润/平均风险加权资产	--	2.47	2.56	--
拨备前利润/平均总资产	1.74	1.71	1.68	--
平均资本回报率	15.56	14.75	13.21	--
平均资产回报率	1.11	1.08	1.00	--
平均风险加权资产回报率	--	1.57	1.52	--
非利息净收入占比	16.81	21.90	22.74	26.38
营运效率（%）				
成本收入比	29.57	30.74	31.09	31.81
资产费用率	1.05	1.12	1.10	--
资本充足性（%）				
核心一级资本充足率	9.76	11.30	11.14	11.10
资本充足率	12.08	14.04	13.49	14.17
资本资产比率	7.07	7.56	7.52	7.65
资产质量（%）				
不良贷款率	1.05	1.25	1.51	1.53
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	2.86	3.93	4.68	--
关注贷款/不良贷款	172.10	213.64	210.13	--
不良贷款拨备覆盖率	213.65	178.88	155.57	150.31
贷款损失准备/（不良贷款+关注贷款）	78.52	57.03	50.16	--
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	6.93	7.81	8.99	8.63
贷款损失准备/总贷款	2.24	2.24	2.35	2.29
最大单一客户贷款/资本净额	1.55	1.50	1.59	--
最大十家客户贷款/资本净额	13.67	11.46	11.51	--
流动性（%）				
高流动性资产/总资产	29.25	28.66	27.04	26.58
净贷款/总资产	53.57	53.52	50.80	48.58
总存款/总融资	77.12	71.88	70.24	65.54
（市场资金-高流动性资产）/总资产	(8.55)	(3.51)	(0.48)	4.14

附七：交通银行股份有限公司主要财务指标计算公式

拨备前利润 = 税前利润 + 贷款损失准备 - 营业外收支净额 - 以前年度损失调整

非利息净收入 = 手续费及佣金净收入 + 汇兑净收益 + 证券交易净收入 + 投资净收益 + 其他净收入

净营业收入 = 利息净收入 + 非利息净收入

非利息费用 = 营业费用（含折旧）+ 营业税金及附加 + 资产减值损失准备支出 - 贷款损失准备支出

盈利资产 = 现金 + 贵金属 + 存放中央银行款项 + 存放同业款项 + 拆放同业款项 + 买入返售资产 + 贷款及垫款 + 证券投资（含交易性、可供出售、持有到期和应收款项类投资）

净息差 = 净利息收入 / 平均盈利资产 = (利息收入 - 利息支出) / ((当期末盈利资产 + 上期末盈利资产) / 2)

平均资本回报率 = 净利润 / ((当期末净资产 + 上期末净资产) / 2)

平均资产回报率 = 净利润 / ((当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2)

平均风险加权资产回报率 = 净利润 / ((当期末风险加权资产总额 + 上期末风险加权资产总额) / 2)

非利息收入占比 = 非利息净收入 / 净营业收入

成本收入比 = (业务及管理费用 + 折旧) / 净营业收入

资产费用率 = 非利息费用 / ((当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2)

资本资产比率 = 所有者权益 / 资产总额

不良贷款率 = 五级分类不良贷款余额 / 贷款总额

不良贷款拨备覆盖率 = 贷款损失准备 / 不良贷款余额

高流动性资产 = 现金及现金等价物 + 对央行的债权 + 对同业的债权 + 交易性金融资产 + 可供出售类金融资产

市场资金 = 中央银行借款 + 同业存款 + 同业拆入 + 票据融资 + 卖出回购 + 短期借款及债券 + 长期借款及债券

附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附十：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。